

Nieuwe instrumenten voor een
weerbaar financieel systeem

#vertrouwenonderbouwen

Nieuwe instrumenten voor een weerbaar financieel systeem *#vertrouwenonderbouwen*

*Een beschouwing over de weerbaarheid van het
financiële systeem en hoe deze te versterken*

Rede

verkort uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van
hoogleraar aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde
van de Universiteit van Amsterdam
op 16 september 2016

door

Aerdt Houben

Dit is oratie 567, verschenen in de oratiereeks van de Universiteit van Amsterdam.

Opmaak: JAPES, Amsterdam
Foto auteur: DNB

© Universiteit van Amsterdam, 2016

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

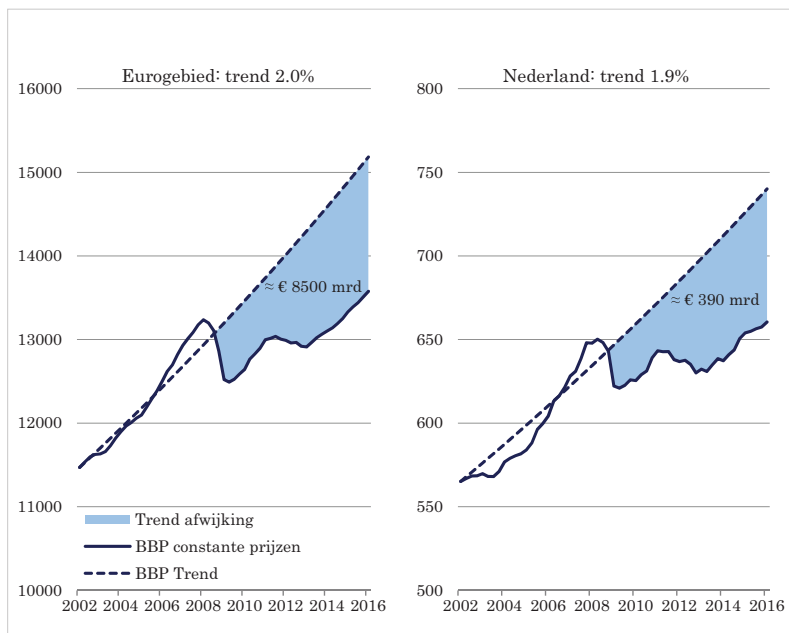
Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j° het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

*Mevrouw de Rector Magnificus,
Mijnheer de Decaan,
Geachte collega's,
Dames en heren,*

Het financiële systeem heeft wankel jaren achter de rug. Na de ondergang van Lehman Brothers, gisteren acht jaar geleden, zijn honderden banken failliet gegaan en is een nog groter aantal met publieke steun op de been gehouden. Kapitaalinjecties, garanties op funding, garanties op activa, garanties op deposito's, liquiditeitssteun, gedwongen fusies, nationalisaties – de hele gereedschapskist is gebruikt. Het financiële systeem is overeind gehouden en een economische instorting zoals in de VS in de jaren dertig van de vorige eeuw is voorkomen. Maar dit gebeurde tegen een hoge prijs. In meerdere landen was de druk op de publieke middelen zo groot, dat overheden dreigden om te vallen. Zo leidde de kredietcrisis via een bancaire crisis tot een schulden crisis in Europa. Vervolgens ontstonden landenrisico's in de muntunie. Om de neergang tegen te gaan is het monetaire beleid maximaal verruimd. Al deze beleidsmaatregelen ten spijt is de economische productie in Europa thans ongeveer een-zesde lager dan toentertijd voor nu werd verwacht. Bij elkaar opgeteld is naar ruwe schatting een half jaar economische productie verloren gegaan (grafiek 1). Dat geldt ook voor Nederland. Inmiddels is de economische productie weer boven het niveau van 2008, maar de achterstand maken we niet meer goed. Systeemrisico is geen abstract begrip meer.

De diepte en duur van de grote financiële crisis zijn niet door financiële instellingen, noch door beleidsmakers, noch door de overgrote meerderheid van de academici voorzien.¹ In termen van verloren gegane welvaart is het de duurste fout in de financiële economie in de afgelopen tachtig jaar. De vraag is vaak gesteld waarom de financiële crisis niet is voorzien. Op een hoog abstractieniveau is het eenvoudige antwoord dat een systeemcrisis per definitie niet te voorspellen is. Als een crisis wel te voorspellen zou zijn, zou deze niet optreden. Door de vele externe effecten van een systeemcrisis, is voorkomen immers goedkoper dan genezen. Maar er zijn ook verklaringen in de economische professie. Zo heeft de financiële sector slechts een beperkte rol in de gangbare modellen die voor economische voorspellingen worden gebruikt.

Grafiek 1 Europees en Nederlands BBP-verlies sinds 2008



Toelichting: De trend is gebaseerd op de gemiddelde groei in het tijdvak 2002-2008. Deze ligt onder de langjarige trendgroei (1981-2008), zowel in het Eurogebied (2,3%) als Nederland (2,5%).

Dit staat in schril contrast met de inmiddels reusachtige omvang van de financiële sector ten opzichte van de reële economie. De modellen bieden redelijke voorspellingen van de economische ontwikkeling in normale tijden, maar ze kunnen geen systeemcrisis voorspellen en de economische voorspellingen gelden alleen zolang zich geen systeemcrisis voordoet.

De moeilijkheid om systeemcrises te voorspellen vloeit ook voort uit factoren die amper in een economisch model zijn te vangen. Menselijk gedrag wordt soms meer gedreven door instincten en emoties, dan door rationele afwegingen. En zelfs als individuen zich rationeel gedragen, betekent dit nog niet dat de optelsom van het gedrag van deze individuen ook op systeemniveau rationeel is. Aan het eind van deze lezing is het voor enkelen onder u logisch om via de smalle uitgang naar de bar te snellen, maar het is niet zinvol als u dat allemaal tegelijk doet. Kuddegedrag creëert een niet-lineair en wisselend verband tussen oorzaken en gevolgen, dat bijna niet te modelleren is.

Naast de onzekerheden waarvan wij weten dat ze niet in de modellen zitten, zijn er ook nog onzekerheden waarvan we dat niet weten. Aan deze fundamentele onzekerheden wordt geen gewicht toegekend in onze voorspellingen. Een verdere complicatie is dat inschattingen van de toekomst vooral worden bepaald door recente ervaringen: hoe langer de periode zonder crisis, hoe minder voorzichtig het gedrag en hoe groter het risico op een crisis. Stabiliteit creëert aldus instabiliteit, zo stelde de financiële-Keynesiaan Minsky. Dit paradoxale verband krijg je evenmin eenvoudig in een economisch model.

Al kun je een crisis niet voorspellen, je kunt het risico van een systeemcrisis wel verkleinen. Je kunt tegenwicht bieden aan de endogene opbouw van risico's in de financiële sector, je kunt rekening houden met onzekerheden die je niet kent, je kunt structuren creëren die een zekere weerbaarheid hebben en je kunt het financiële systeem zo inrichten dat de gevolgen van een onverhoopte crisis kleiner zijn. Dit is dé uitdaging voor beleidsmakers en wetenschappers op macro-financieel gebied. Dit is ook het terrein waar ik de afgelopen vijftien jaar intensief aan heb mogen werken, in Nederland en in Europa. Hier wil ik vandaag over spreken. Ik zal dit doen in vier delen. Eerst ga ik in op de vraag of de financiële sector inherent stabiel is, omdat deze kernvraag, indien afwijzend beantwoord, de rechtvaardiging biedt voor publiek ingrijpen. Ten tweede bespreek ik de nieuwe beleidsinstrumenten die de afgelopen jaren zijn ontwikkeld om de stabiliteit van het financiële systeem te bevorderen. Deze macroprudentiële instrumenten belichamen een van de belangrijkste lessen die uit de crisis zijn getrokken. Ten derde presenteer ik enkele wetenschappelijke analyses naar de effectiviteit van deze instrumenten. Tot slot sta ik stil bij een aantal uitdagingen om dit nieuwe beleid te versterken en de bijdrage die de wetenschap daaraan kan leveren.

1 Is het financiële systeem inherent stabiel?

Een inzicht uit de klassieke economie is dat markten naar evenwicht tenderen dankzij een onzichtbare hand die vraag, aanbod en prijzen op elkaar afstemt en die daarmee de welvaart optimaliseert. In het verlengde hiervan veronderstelt de efficiënte markthypothese dat prijzen alle beschikbare informatie weerspiegelen en dat markten met deze prijzen in evenwicht zijn. Nieuwe informatie brengt kopers en verkopers in beweging totdat de markt weer in evenwicht is. Deze hypothese levert een overzichtelijke wereld op, met economische processen die van evenwicht naar evenwicht bewegen.

Maar de achterliggende veronderstellingen gaan in de praktijk niet op, zo wordt inmiddels breed door economen erkend. Afwijkingen worden veroor-

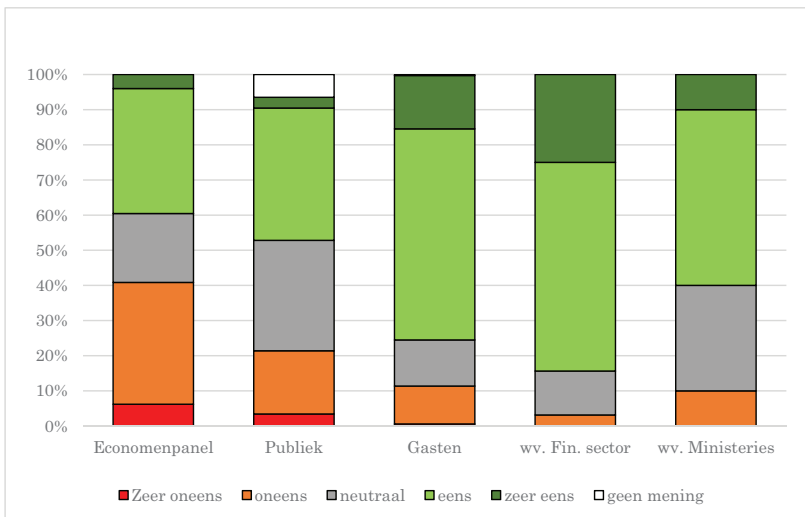
zaakt door een gebrek aan concurrentie, onvolledige informatie, beperkte rationaliteit, verkeerde prikkels en externaliteiten die niet in de marktprijs tot uiting komen. Hierdoor kan een markt uit evenwicht raken. Overheidsbeleid kan de invloed van deze afwijkingen beperken, maar overheidsingrepen creëren nieuwe afwijkingen, omdat de markt zich aanpast aan het ingrijpen, of het verwachte ingrijpen, door de overheid. Aldus ontstaat een dynamiek die wordt gedreven door fundamentele economische krachten, verstoringen, overheidsingrepen en hierop reagerende, begrensd rationele economische agenten. Of deze dynamiek naar evenwicht tendeeft is niet bij voorbaat evident en verschilt per sector.

Hoe zit dat voor de financiële sector? Is deze sector inherent stabiel? Om een eerste indruk te krijgen heb ik uw hulp ingeroepen en een enquête aan u voorgelegd. Interessant is dat de groep van 391 genodigden voor deze oratie diverse relevante subgroepen bevat zoals wetenschappers, toezichthouders (bij DNB of AFM), andere DNB'ers, beleidsmedewerkers bij ministeries, professionals werkzaam in de financiële sector en een veelzijdige restgroep. Het is mogelijk dat u geen aselechte steekproef vormt en dat u niet geheel representatief bent voor de verschillende subgroepen. Niettemin zijn de uitkomsten plausibel en veelzeggend. Om stevige ijkpunten te hebben voor de bevindingen, heb ik de peiling ook voorgelegd aan de 59 onafhankelijke deskundigen van het Economenpanel 'Me Judice'. Dit panel bestaat uit hoogleraren economie van alle universiteiten en economische onderzoeksinstituten in Nederland, plus van enkele daarbuiten. Voorts is de enquête uitgezet onder 2915 huishoudens van het CentERpanel. Deze huishoudens zijn een goede afspiegeling van de Nederlandse bevolking, in termen van geografische spreiding, leeftijd, opleidingsgraad, arbeidsstatus en koopkracht. Kortom, een enquête onder professionals, professoren en publiek. De respons was dichtbij 90%, hetgeen uitstekend is te noemen, waarvoor dank. Naast antwoorden op vijf stellingen, leverde de enquête meer dan duizend commentaren op, die een fascinerende blik bieden op de maatschappelijke beleving van de financiële sector. De enquête-stellingen, antwoorden en commentaren bieden een handzame leidraad om het functioneren van de financiële sector te bespreken.

De eerste stelling in de enquête luidt: "Ik heb vertrouwen in de stabiliteit van de Nederlandse financiële sector." Opmerkelijk is dat de meningen hierover vrij sterk verschillen. De gasten bij deze oratie zijn vrij optimistisch: driekwart is het met deze stelling eens of zeer eens. Daarbij spant de subgroep professionals uit de particuliere financiële sector de kroon: niet minder dan 84% is het met de stelling eens of zeer eens. Daarentegen is het Economenpanel relatief kritisch: minder dan de helft heeft vertrouwen in de stabiliteit van onze financiële sector. Sterker nog, meer hooggeleerde economen zijn het met

deze stelling oneens, dan eens. Dat geeft te denken. De toezichhouders en DNB'ers liggen dichtbij het gemiddelde voor de genodigden, terwijl de beleidsmedewerkers bij ministeries ongeveer halverwege tussen het gemiddelde van de genodigden en het oordeel van het Economenpanel scoren. En het Nederlandse publiek? Daar heeft het vertrouwen in de financiële sector sinds de crisis een flinke knauw gekregen. De verhoudingen liggen het dichtst bij die van de economen, al is een groter aandeel neutraal of zonder mening. Dat laatste verbaast ook niet, het is immers een ingewikkelde vraag. Maar de grondhouding is vrij sceptisch en is hoe dan ook veel sceptischer dan de financiële sector zelf, de beleidsmakers in Den Haag, de centrale bank en de toezichhouders zouden wensen. Dit gebrekkige vertrouwen belast het functioneren van financiële instellingen en ondermijnt de effectiviteit van stimuleringsbeleid. Een eerste conclusie is duidelijk: er is werk aan de winkel voor degenen die kunnen bijdragen aan #vertrouwenonderbouwen.

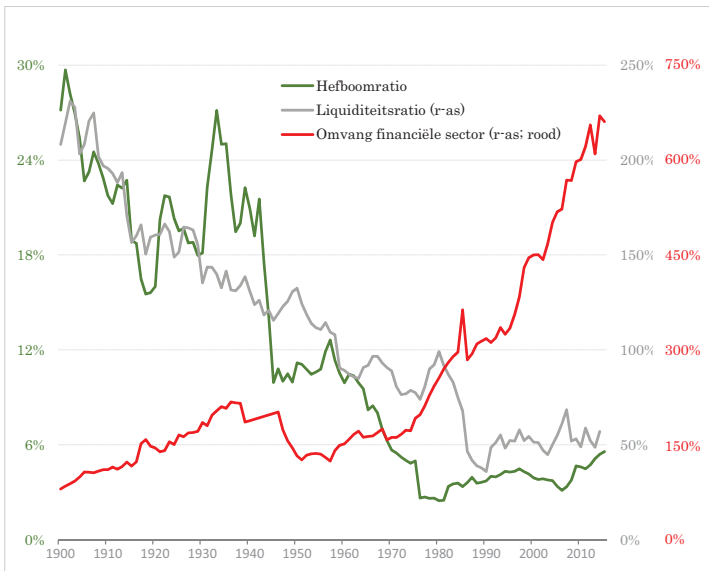
Stelling 1: “Ik heb vertrouwen in stabiliteit Nederlands financiële systeem”



Dit gebrekkige vertrouwen roept de vraag op wat de economische theorie zegt over de inherente stabiliteit van de financiële sector. De combinatie van drie eigenschappen maakt de financiële sector, en met name banken, kwetsbaar. Ten eerste werken banken traditioneel met een hoge hefboom, ofwel met relatief weinig eigen vermogen. Dit komt omdat bancaire producten gedurende

hun hele levenscyclus op de bankbalans blijven staan, terwijl producten bij normale bedrijven na verkoop van de balans af gaan. Banken hebben daarvoor lange balansen, die overwegend met vreemd vermogen zijn gefinancierd. Ook is het bieden van liquide tegoeden een van de kernfuncties van een bank en dat is per definitie geen eigen vermogen. Daarnaast is vreemdvermogenfinanciering fiscaal aantrekkelijk en onderhevig aan allerlei impliciete en expliciete garanties. Het resultaat is dat de totale balans van het Nederlandse bankwezen slechts voor ongeveer 4% bestaat uit eigen vermogen, tegenover gemiddeld 45% bij de Nederlandse niet-financiële ondernemingen. Opmerkelijk is dat het aandeel eigen vermogen bij banken een eeuw geleden nog dichtbij dit hogere niveau lag, maar in de honderd jaar tot de crisis met een factor zes is afgenomen (grafiek 2). Sinds 2008 is deze ontwikkeling overigens in enige mate gekeerd.

Grafiek 2 Hefboomratio, liquiditeitsratio en omvang Nederlandse financiële sector



Toelichting: Hefboomratio is de ratio van het eigen vermogen (vanaf 1998 Tier 1 kapitaal) over balanstotaal van het bankwezen; liquiditeitsratio is liquide activa over liquide verplichtingen van het bankwezen; omvang financiële sector is het balanstotaal van banken, verzekeraars en pensioenfondsen in verhouding tot het bbp.

Ten tweede leveren de twee voornaamste producten van banken een inherente spanning op: klanten willen enerzijds direct opvraagbare deposito's en anderzijds langlopende kredieten. De opvraagbare deposito's kunnen worden gebruikt om die langlopende kredieten te financieren, maar de intermedierende bank blijft met een groot liquiditeitsrisico achter. De opvraagbare deposito's zitten immers vast in de langlopende leningen. Dit liquiditeitsrisico is een systeemrisico, omdat de latente vraag naar liquide tegoeden ook op het geaggregeerde niveau van de financiële sector als geheel vele malen groter is dan het aanbod van liquide activa. Alternatieve financiële structuren die deze looptijdverschillen niet toelaten, zoals bij de voorstellen voor *'full reserve banking'*, verschuiven risico's naar spaarders en schaduwbanken. Terwijl de mogelijkheden voor kredietverlening dan afnemen, is niet bij voorbaat duidelijk dat de risico's voor het financiële systeem als geheel kleiner worden.²

Ten derde bestaat een zichzelf versterkende wisselwerking binnen de financiële sector, en tussen de financiële sector en de reële economie. Het is vooral deze wisselwerking die de kwetsbaarheid van het financiële systeem bepaalt. Wanneer het goed gaat met banken, verlenen zij soepel kredieten aan elkaar en aan de rest van de economie. Hier profiteren zij vervolgens zelf weer van. Naarmate het langer goed gaat, neemt de risicotolerantie ook toe. Dit versterkt de opgang verder. "As long as the music is playing, you've gotta get up and dance" verklaarde de baas van wat toen de grootste bank van de wereld was, enkele maanden voor het uitbreken van de kredietcrisis.³ Omgekeerd zijn banken tijdens een neergang terughoudend met nieuwe kredieten, waar zij op macroniveau zelf weer last van hebben. Ook kunnen zij elkaar besmetten. Hierbij is het lot van banken onlosmakelijk aan elkaar verbonden, via interbancaire leningen, maar ook fundamentele, via het vertrouwen in de financiële sector. Aldus ontstaat een endogene dynamiek, tot uiting komend in een financiële cyclus die langer doorloopt en wijdere uitslagen heeft dan de welbekende conjunctuurencyclus.⁴ De invloed van deze dynamiek op de reële economie is gegroeid met de toegenomen omvang van de financiële sector ten opzichte van de economische productie. Honderd jaar terug was de omvang van de Nederlandse financiële sector vergelijkbaar met het Nederlandse BBP, tegenwoordig is de financiële sector ruim zes keer groter (grafiek 2).

Overigens is de economische geschiedenis overduidelijk: de financiële sector is niet stabiel. Perioden van financiële stabiliteit, zo leert de ervaring, worden met enige regelmaat onderbroken door een crisis. Dit patroon gaat eeuwen terug, tot het ontstaan van financiële systemen. In de periode 1800-2008, dus zonder de recente crisis mee te tellen, hebben de Amerikaanse wetenschappers Reinhart en Rogoff 361 bancaire crises opgetekend. Nederland komt in dit overzicht vijf keer voor.⁵ Geschiedkundige analyses van financiële

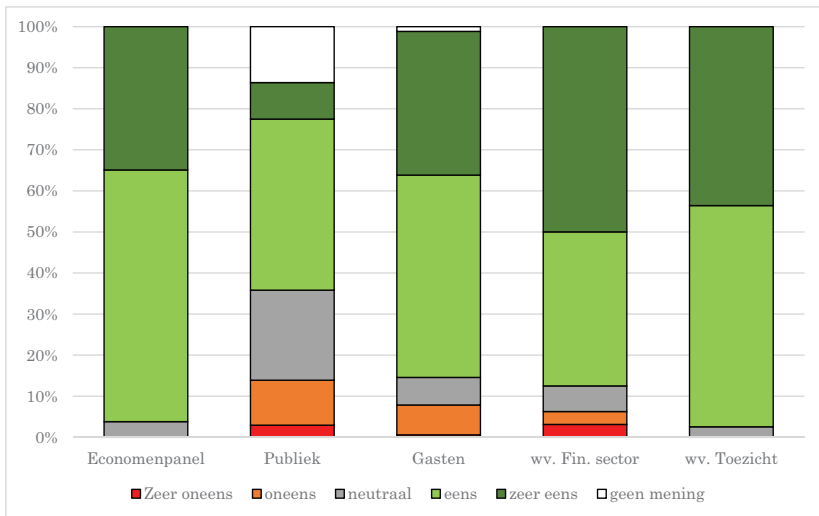
crises beginnen vaak eerder, met de Nederlandse Tulpenmanie van 1637. Op het hoogtepunt van deze manie handelde een tulpenbol tegen de prijs van een modaal huis om later af te dalen naar dat van een gewone ui.⁶ Doordat de rol van de tulpenbol in het financiële verkeer klein was, bleef de economische ontwrichting beperkt. Maar de instabiliteit van de financiële sector was al véél eerder zichtbaar. Zo kampte het Romeinse Rijk in het jaar 33 met faillissementen en kelderende vastgoedprijzen. De financiers aan de Via Sacra in Rome trokken zich massaal terug en de potentiële gevolgen strekten zich uit tot de periferie van het Romeinse Rijk – Alexandrië, Byzantium en Carthago. Keizer Tiberius greep groots en daadkrachtig in. Hij liet honderd miljoen sestertiën in omloop brengen en kondigde af dat de rente op leningen met onderpand drie jaar lang op nul procent zou blijven. Daar hebben monetaire economen tegenwoordig twee deskundige termen voor, ‘QE’ en ‘forward guidance’, maar de Romeinen deden het bijna 2000 jaar geleden al.⁷

Het kernpunt is dat de financiële sector uit zichzelf niet stabiel is, niet in theorie en niet in praktijk. Deze kwetsbaarheid van de financiële sector, in combinatie met haar essentiële bijdrage aan de reële economie, is aanleiding voor het uitgebreide bouwwerk van microprudentiële eisen, lopend toezicht, depositoverzekering en centrale-banknoodfinanciering. Tot 2008 heerste in de beleidsuitvoering de overtuiging dat dit bouwwerk genoeg was om de financiële stabiliteit te beschermen.⁸ Monetair beleid gericht op prijsstabiliteit, microprudentieel toezicht gericht op solide financiële instellingen en vangnetten voor depositohouders zouden samen een weerbaar financieel systeem opleveren. Dat is heel lang goed gegaan, maar helemaal sluitend was het niet, zo leerde de financiële crisis vanaf 2008. Nadat Lehman was gevallen, verdween het vertrouwen eerst binnen de financiële sector zelf. Banken financierden elkaar niet meer en kwamen daardoor vrijwel allemaal tegelijk te wankelen. In deze kwetsbare omstandigheid zou de ondergang van een van de grote en meer verweven banken – later omgedoopt tot de “systeemrelevante banken” – de hele sector in zijn val mee kunnen nemen. Dit leidde de Nederlandse regering ertoe om, met het instemmende advies van DNB, het voortbestaan van ABN Amro, ING en later ook SNS Reaal veilig te stellen. Een kleinere instelling als DSB werd daarentegen niet gered.

Wanneer hier op wordt teruggeblikt is het opmerkelijk dat het besluit om ABN Amro te redden nog altijd brede steun geniet. Van de deelnemers in het Economenpanel is 96% het eens of zeer eens met de stelling in de enquête dat dit terecht is gebeurd. Geen enkele van deze economen is het met de stelling oneens. Markant is dat dat de steun voor de redding van ABN Amro onder de economen zelfs groter is dan onder de financiële professionals. De enige subgroep waar de overtuiging nog sterker is, zijn de toezichthouders van DNB en

AFM, waarvan 98% de redding steunt. Ook de overgrote meerderheid van de andere gasten is het met de stelling eens. Alleen het brede publiek denkt hier minder eenduidig over. Slechts de helft steunt de stelling; 14% heeft geen mening, 22% is neutraal en 14% wijst de redding af. In de commentaren bij de enquête is te lezen dat sommigen liever invoering van een publiek schavot voor bankiers hadden gezien. Tiberius deed 2000 jaar geleden ook zoiets. Hoe dit ook zij, het verschil tussen enerzijds de eensgezinde professoren economie en anderzijds het brede publiek is opvallend. Indien waarde wordt gehecht aan de inzichten van de professoren, en aan het economische belang dat zij hechten aan de continuïteit van het financiële systeem, dan zijn vraagstukken hierover ongeschikt voor een referendum. Maar dit wijst ook op de uitdaging om de betekenis van systeemrelevantie beter te communiceren, zodat hierop gerichte maatregelen op publieke steun kunnen rekenen.

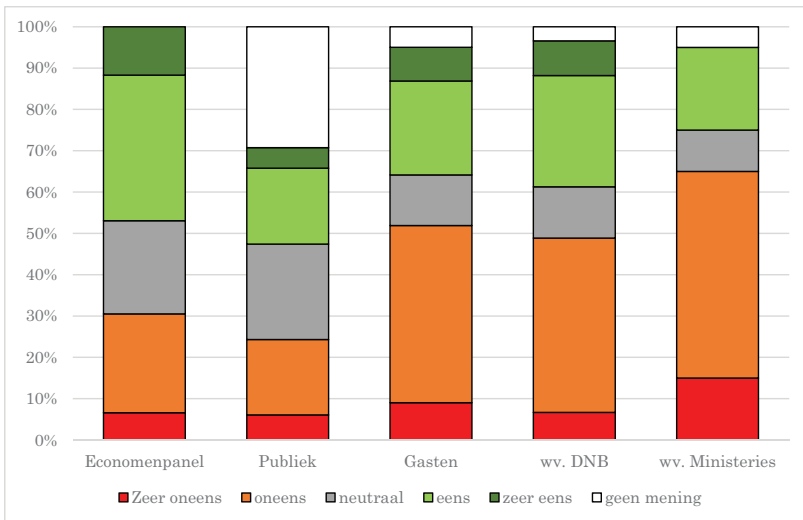
Stelling 2: “ABN Amro is in 2008 terecht gered”



Interessant is dat de meningen over een eventuele redding van de Amerikaanse zakenbank Lehman veel minder eenduidig zijn. Van de deelnemers aan het Economenpanel die een positie innemen, vindt een meerderheid dat Lehman had moeten worden gered. De schade die het mondiale financiële systeem na dit faillissement opliep illustreert immers dat Lehman zonder meer systeemrelevant was, zo valt in de commentaren terug te lezen. Niette-

min wijst een fors aantal economen de stelling af, evenals de meerderheid van de gasten aan deze oratie. Opmerkelijk is dat de weerstand het sterkst is bij beleidsmedewerkers van ministeries. Het afwijzen van steun hangt samen met de overtuiging dat Lehman slechts de aanleiding en niet de oorzaak van de crisis was. Tevens leeft de overtuiging dat niet alle banken met belastinggeld konden worden gered en dat een crisis nodig was om de banken structureel aan te kunnen pakken. De meningen van het publiek zijn ook bij deze vraag het minst uitgekristalliseerd: ongeveer de helft van de huishoudens is neutraal of heeft geen mening.

Stelling 3: “Lehman had in 2008 moeten worden gered”



2 De nieuwe gereedschapskist

Bij voorkeur kom je niet voor de beslissing te staan of je een systeembank moet redden. Voorkomen is beter dan genezen. Hoe kan het risico op een systeemcrisis worden verkleind? Uit de financiële crisis werd één les snel getrokken: een macroprudentieel beleid is nodig, gericht op de stabiliteit van de sector als geheel. Alle nationale en internationale comités die onderzoek deden naar de oorzaken van de crisis kwamen onder meer tot deze conclusie.⁹ We moeten niet alleen letten op de bomen, maar ook op het bos. Macropru-

dentieel beleid adresseert systeemrisico's die niet zichtbaar zijn op het niveau van individuele instellingen, zoals concentratierisico's en verwevenheden tussen financiële instellingen. Ook dient dit beleid tegenwicht te bieden aan de financiële cyclus en daarmee aan de endogene opbouw van risico's binnen het financiële systeem. De steun voor macroprudentieel beleid onder beleidsmakers en academici was in 2009 al zo breed dat BIS-onderzoeker Borio uitriep: "We are all macroprudentialists now."¹⁰ In de kern diende het voorkomen en tegengaan van systeemrisico's een expliciet beleidsdoel te worden van een daartoe gemandateerde en geëquipeerde autoriteit.

Dit inzicht is wereldwijd omgezet in nieuw beleid. Nieuwe autoriteiten zijn opgericht, nieuwe wettelijke bevoegdheden zijn geregeld en nieuwe beleidsinstrumenten zijn operationeel ontwikkeld. Op Europees niveau is een Europese Systeemrisico Raad (ESRB) in het leven geroepen, die beleidsaanbevelingen en risicowaarschuwingen afgeeft. Voorts zijn in alle 28 Europese landen macroprudentiële autoriteiten ingesteld. In Nederland heeft DNB een wettelijke verantwoordelijkheid gekregen voor financiële stabiliteit alsook de beschikking over macroprudentiële instrumenten gericht op banken. Daarbij heeft de ECB als mede-systeemtoezichthouder de bevoegdheid gekregen om de inzet van deze instrumenten opwaarts bij te kunnen stellen. Dit weerspiegelt het uitgangspunt dat nationale autoriteiten als eerste aan zet zijn, omdat financiële cycli nog altijd een eigen, nationale dynamiek kennen. Uit dit oogpunt heeft de ECB vooral een disciplinerende rol om uitstel van pijnlijke maatregelen tegen te gaan. Disciplinerend is nodig, zo luidt de redenering, omdat macroprudentieel beleid meestal zichtbare en direct voelbare kosten met zich brengt, terwijl de opbrengsten onzeker zijn en pas op lange termijn optreden.¹¹ Ook is meer bewijslast nodig als je een beleidsstap neemt, dan als je niets doet. Dit kan beleidsinertie veroorzaken.¹²

Aan de nieuwe autoriteiten zijn meerdere instrumenten toegekend om de stabiliteit van het financiële systeem ook werkelijk te kunnen bevorderen. Deze instrumenten adresseren zowel de structurele als de cyclische dimensie van systeemrisico's. Zo kan aan grote en complexe banken een extra buffereis worden opgelegd om het gevaar van ongelukken bij de belangrijkste knooppunten in het financiële systeem te minimaliseren. Dit instrument illustreert hoe het veilig stellen van financiële stabiliteit omhoog is geschoven in de beleidsdoelen. Tien jaar geleden waren extra eisen voor grote systeemrelevante instellingen ondenkbaar omdat deze een gelijk speelveld tussen grote en kleine financiële instellingen zouden verstoren.¹³ De eisen lopen nu op naarmate instellingen groeien, waarmee banken worden geprikkeld om niet groter te worden. Een ander nieuw instrument is de contracyclische buffer, die extra eisen oplegt tijdens de opgang van de financiële cyclus en deze vrijgeeft tij-

dens de neergang. Dit innovatieve instrument vertegenwoordigt de eerste internationale maatregel om de endogene opbouw van risico's in de financiële sector tegen te gaan.¹⁴ Een verder instrument is 'macrostress testing', waarbij van de significante financiële instellingen wordt geëist dat zij maatregelen nemen om bepaalde ongunstige maar niet onrealistische macro-financiële scenario's te kunnen overleven. Wie rekening houdt met aardbevingen, bouwt andere huizen, zo is de gedachte. Deze testen worden zo ontworpen dat ze strenger zijn naarmate het beter gaat; ook daar gaat een stabiliserende invloed vanuit. Voorts hebben veel landen bekende macroprudentiële instrumenten zoals 'Loan-to-Value' en 'Loan-to-Income' limieten bij hypothecaire kredietverstrekking ingevoerd of aangescherpt. Ook hebben autoriteiten de bevoegdheid gekregen om op macroprudentiële gronden sectorale risicogewichten voor banken te verhogen, transparantie-eisen te stellen, concentratielimieten te bepalen, en nog wat meer. Al met al is een stevig institutioneel raamwerk opgezet met een goed gevulde gereedschapskist, inclusief een gebruikersvriendelijke handleiding.¹⁵

Wat is hier tot nog toe van terecht gekomen? Afgemeten aan de inzet van de instrumenten zijn de nieuwe systeemautoriteiten vlijtig van start gegaan en is dit nieuwe beleidsterrein krachtig leven ingeblazen. Ondanks de zwakke financiële cyclus zijn in de afgelopen drie jaar meer dan 120 substantiële macroprudentiële maatregelen getroffen in de EU.¹⁶ Vroeger liep Azië op dit beleidsterrein voorop, nu is dat Europa. Elf EU-landen hebben om uiteenlopende redenen de systeemrisicobuffer ingezet. 26 EU-landen hebben systeemrelevante buffers aan individuele instellingen opgelegd, waarbij kapitaaleisen voor 147 grootbanken zijn verhoogd, inclusief 17 bancaire groepen die in meerdere EU-landen systeemrelevant zijn. Bij de invoering van deze maatregel stond Nederland overigens in de voorhoede, hetgeen aansluit bij de relatief grote omvang en concentratiegraad van ons bankwezen. 17 EU-landen hebben thans Loan-to-Value of Loan-to-Income limieten bij hypothecaire kredieten. Nederland is daar een van, al ligt de Loan-to-Value bovengrens nog op eenzame hoogte. Zeven EU-landen hebben risicogewichten van hypothecaire portefeuilles opwaarts aangepast en zes EU-landen hebben de gangbare looptijden van deze kredieten begrensd. Alle EU-landen hebben de contracyclische buffer in werking gezet, al staat deze vanwege de cyclische zwakte in de meeste landen alleen werkelijk aan in Zweden, Tsjechië en Slowakije (en buiten de EU in Noorwegen). Ook in het VK is de contracyclische buffer dit voorjaar aangezet, maar na het Brexit-referendum weer snel tot nul teruggebracht. En in alle landen worden periodiek macrostress testen gehouden. Overigens waren in 2015 meer maatregelen van kracht dan in 2014, en nu meer dan in 2015, hetgeen wijst op een verdieping van het gevoerde beleid.

3 De effectiviteit van de nieuwe instrumenten

Een vervolgvraag is of deze nieuwe beleidsinstrumenten effectief zijn. Hierbij valt op dat de beleidsontwikkeling op macroprudentieel terrein flink vooruit is gelopen op de wetenschappelijke onderbouwing ter zake. De academische literatuur op dit gebied bevindt zich nog in de kinderschoenen. Maar hier is een inhaalslag gaande.¹⁷ Door de frequente beleidsstappen en een toegenomen academische belangstelling, komen steeds meer data en analyses beschikbaar. De ontwikkeling van theoretische modellen vergroot het inzicht in de financiële dynamiek en in de wisselwerking met de reële economie. Onderzoek naar de transmissiekanalen van het beleid verduidelijkt hoe de maatregelen de weerbaarheid van het financiële systeem vergroten en welke kosten dit kan hebben, bijvoorbeeld in termen van minder kredietverlening. Deze analyses dragen bij aan een betere vormgeving van macroprudentiële instrumenten.

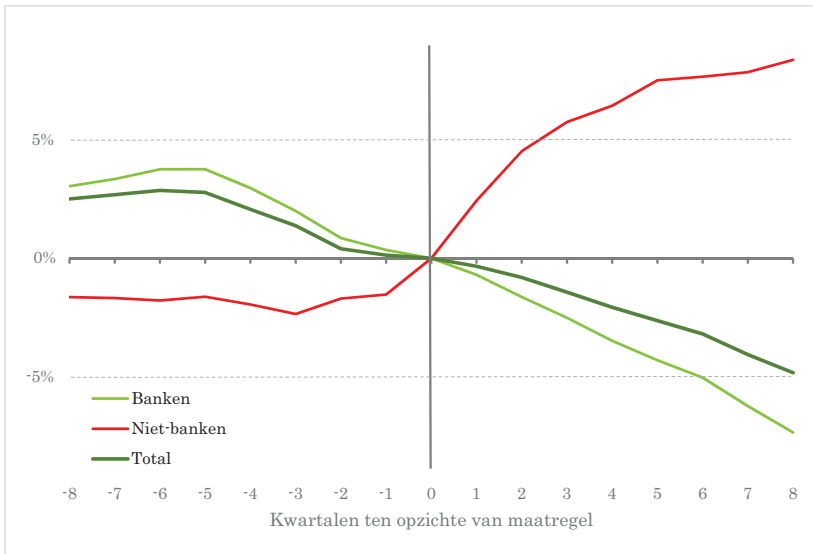
Maar de effectiviteit van macroprudentiële instrumenten stel je bij voorkeur ook in de praktijk vast, met empirisch bewijs. ‘The proof of the pudding is in the eating.’ Een complicatie is dat de periode sinds invoering van de maatregelen in Europa simpelweg te kort is voor stevige empirische conclusies. Voor uitspraken over effectiviteit heb je bij voorkeur waarnemingen uit een hele financiële cyclus of meer. Om toch een uitspraak te kunnen doen, kun je nabootsen hoe de nieuwe instrumenten in de jaren voor de financiële crisis zouden zijn toegepast en kun je een idee krijgen wat daar de gevolgen van zouden zijn geweest. Samen met Jan Kakes heb ik uitgerekend dat als deze instrumenten voor de financiële crisis waren ingevoerd, de bancaire verliezen hadden kunnen worden opgevangen zonder staatssteun in vrijwel alle Europese landen, inclusief Italië, Portugal en Spanje.¹⁸ In het geval van de grote Ierse banken was dit alleen genoeg geweest als de instrumenten sterker waren ingezet dan de huidige spelregels voorzien. Hierbij geldt dat de inzet van de macroprudentiële instrumenten vóór de crisis, de groei van de onevenwichtigheden ook enigszins zou hebben geremd. De extra buffereisen zouden niet alleen de weerbaarheid van de betrokken banken hebben vergroot, maar ook hun ruimte voor balansgroei hebben beperkt. Alleen in Griekenland waren de problemen in de overheidsfinanciën dusdanig groot dat de banken niet met macroprudentieel beleid hadden kunnen worden beschermd. Hier is een fundamenteel andere behandeling van risico’s op overheids-schuldtitels voor nodig.

De effectiviteit van macroprudentieel beleid kan ook empirisch worden getoetst door breder te kijken dan de Europese ervaringen. Daarbij kunnen we ons voordeel doen met de uitkomsten in andere landen, onder meer in Azië,

die eerder zijn overgaan op een actief macroprudentieel beleid. De meest omvattende studie tot nog toe is van drie IMF-onderzoekers, die de ervaringen van 119 landen tussen 2000 en 2013 in kaart hebben gebracht.¹⁹ Zij stellen vast dat macroprudentieel beleid invloed heeft op kredietverlening en de financiële cyclus helpt beheersen. Maatregelen als LTV- en LTI-limieten hebben ook enige invloed op huizenprijzen. Onder de maatregelen die betrekking hebben op financiële instellingen, blijken vooral dynamische voorzieningen en hefboomlimieten invloedrijk te zijn. Macroprudentieel beleid is meer effectief in het temperen van de opgang, als de kredietverlening sterk aantrekt, dan in het verzachten van de neergang. Voorts zijn de instrumenten minder effectief in landen met sterker ontwikkelde en meer open financiële markten. In deze landen bestaat een positief verband met grensoverschrijdende kredietverlening, dat wijst op ontwijkingsgedrag. Anders gezegd, de beleidsingrepen zijn effectief, maar gaan gepaard met een substitutie van binnenlandse door buitenlandse bancaire activiteiten, waarmee een deel van de effectiviteit wegvalt.

Voortbouwend op dit onderzoek hebben Janko Cizel, Jon Frost, Peter Wierts en ik onszelf de vraag gesteld of macroprudentieel beleid ook leidt tot cross-sectorale substitutie, waarbij bancaire kredietverlening wordt vervangen door niet-bancaire kredietverlening.²⁰ In hoeverre beïnvloedt dit de effectiviteit van macroprudentieel beleid? Verschilt de mate van cross-sectorale substitutie tussen beleidsinstrumenten en landen? Ook hier zijn de uitkomsten duidelijk (grafiek 3). Ten eerste leidt een verkrapping van macroprudentiële instrumenten tot een afname in bancaire kredietverlening. Dit duidt op effectief beleid. Ten tweede gaat deze afname van bancaire activiteit echter gepaard met een tegenovergestelde ontwikkeling, dus een stijging in de niet-bancaire kredietverlening. Dit wordt bevestigd door een toename in private schulduitgiften en vermogens bij beleggingsinstellingen. Ten derde is deze substitutie groter in landen met meer ontwikkelde financiële markten. Ten vierde is het substitutie-effect groter bij maatregelen die de bancaire kredietverlening direct beperken, zoals LTV-limieten, dan bij maatregelen die hier indirect bij aangrijpen, zoals dynamische voorzieningen. Maar, ten vijfde, is de invloed van beleidsmaatregelen op de totale kredietverlening – dus bancair en niet-bancair bij elkaar opgeteld – nog altijd in de gewenste richting. Met andere woorden, substitutie vindt plaats, maar domineert niet. Macroprudentieel beleid is dus effectief in het beïnvloeden van de kredietverlening in de gewenste richting, ondanks dat ontwijkingsgedrag deze effectiviteit in enige mate ondermijnt.

Grafiek 3 Cumulatieve verandering in kredietverlening rond macroprudentiële maatregelen



Bron: Cizel, Frost, Houben en Wierds (2016)

4 De uitdagingen en de bijdrage van de wetenschap

Dit brengt mij bij de vraag hoe het systeembeleid verder kan worden versterkt en welke bijdrage de wetenschap daaraan kan leveren. Ik noem vier uitdagingen.

Een eerste uitdaging is om het omzeilen van macroprudentieel beleid via het buitenland tegen te gaan. Meerdere onderzoekers hebben inmiddels bevestigd dat grensoverschrijdende kredietverlening toeneemt nadat macroprudentiële maatregelen zijn toegepast op binnenlandse banken.²¹ Deze vorm van arbitrage onderstreept dat macroprudentieel beleid internationaal consistent moet worden toegepast. Dit is vooral van belang binnen de interne markt, omdat banken met een Europees paspoort onbelemmerd grensoverschrijdende transacties in de Europese Unie mogen verrichten. Maar landen zijn in de meeste gevallen niet verplicht elkaars beleidsmaatregelen te erkennen.²² Het huidige beleidsraamwerk gaat uit van vrijwillige erkenning en deze komt, enkele uitzonderingen daargelaten, amper van de grond.²³ Het kernpunt is

dat de effectiviteit van macroprudentiële instrumenten evident zou worden vergroot als landen elkaars maatregelen in de regel automatisch zouden erkennen. Dan voldoen grensoverschrijdende kredieten aan dezelfde eisen voor systeemrisico's als binnenlandse kredieten in het land van ontvangst.

Een tweede uitdaging betreft de omgang met cross-sectorale arbitrage. De substitutie van bancaire naar niet-bancaire activiteiten wijst op het belang van een integrale benadering, die naar de gevolgen van beleid voor het financiële systeem als geheel kijkt. Dat levert een Januskop op. Enerzijds is de verschuiving van bancaire activiteiten naar marktfinanciering te verwelkomen omdat systeemrisico's afnemen. Deze vormen van marktfinanciering zijn niet aangesloten op de betaalinfrastructuur, hebben doorgaans een lagere hefboom en minder liquiditeitsrisico's, doen in beginsel geen beroep op publieke vangnetten en hebben ook geen toegang tot centrale-banklokketten. Systeemrisico's zijn ook kleiner omdat de diversiteit van financieringsbronnen toeneemt. Deze positieve aspecten verklaren de recente plannen om te komen tot een Kapitaalmarktunie.

Maar anderzijds kunnen zich ook in het schaduwbankwezen ongelukken voordoen met een bredere uitstraling naar de economie. Ook schuldopbouw die buiten het bankwezen om is gefinancierd, kan een economie ontwrichten. Krimp in het schaduwbankwezen kan een zichzelf versterkende dynamiek op gang brengen. Beleggingsfondsen kunnen met liquiditeitsrisico's te maken krijgen. Het feit dat verzekeringsinstellingen en geldmarktfondsen in 2008 publieke steun kregen, indiceert dat ook niet-bancaire instellingen systeemrelevant kunnen zijn. Door de verwevenheid tussen instellingen kunnen financiële spanningen in andere delen van het systeem indirect ook het bankwezen besmetten. Twee conclusies dienen zich aan. Ten eerste is nader onderzoek wenselijk naar de systeemrelevantie van de verschillende niet-bancaire onderdelen van het financiële systeem. Hier is ruimte voor kruisbestuiving tussen wetenschap en beleid. Dit kan onderbouwen waarom dezelfde financiële dienst lagere prudentiële eisen opgelegd krijgt wanneer deze wordt verstrekt door een onderdeel van de financiële sector met minder systeemrisico's. Ten tweede is een uitbreiding van de macroprudentiële gereedschapskist gewenst met instrumenten die buiten het bankwezen kunnen worden ingezet. De doelstelling hierbij is niet om substitutie per se tegen te gaan, maar om te voorkomen dat substitutie leidt tot nieuwe systeemrisico's in andere delen van de financiële sector.

Een derde uitdaging is om helder te krijgen of de rol van macroprudentieel beleid groter dient te zijn in een muntunie en bij expansief monetair beleid. De afgelopen jaren hebben immers uitgewezen dat het eurogebied geen optimaal valutagebied is en zich ook niet in die richting ontwikkelt. Na de invoe-

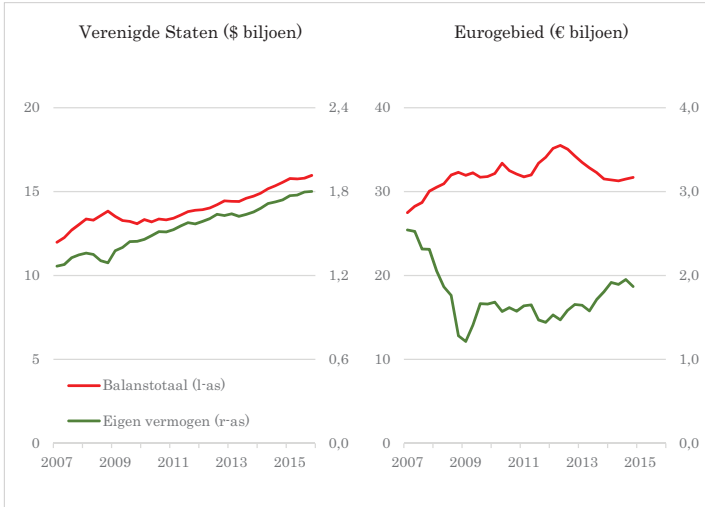
ring van de euro zijn de financiële cycli van de deelnemende landen juist sterker uit elkaar gegroeid.²⁴ Het gemeenschappelijke monetaire beleid kan deze verschillen tussen landen niet verkleinen, macroprudentieel beleid kan dat wel. Wanneer het monetaire beleid daarbij sterk expansief is, gericht op een stijging van consumentenprijzen maar met een verhoogd risico van zeepbellen op vermogensmarkten, kan macroprudentieel beleid de bijkomende systeemrisico's mitigeren.

Een vierde uitdaging heeft betrekking op de snelheid van bancaire aanpassingen. Zo bestond aan het begin van de financiële crisis vrij brede overeenstemming onder academici, bankiers en beleidsmakers dat een geleidelijke ingroei naar de nieuwe Bazelse kapitaaleisen wenselijk was omdat een snelle transitie schadelijk zou zijn voor de economische groei.²⁵ Deze visie is vertaald naar officiële ingroeipaden die tot 2019 reiken. Een geleidelijke, langjarige overgang zou banken tijd geven om kapitaalgroei via winstinhouding te realiseren, bedrijfsmodellen aan te passen aan de nieuwe eisen, en eventuele emissies af te stemmen op de omstandigheden in de markt. Maar hier staat tegenover dat de voordelen van het wenselijke hogere kapitaalniveau langer op zich laten wachten en dat de economie langer gebukt gaat onder de bancaire aanpassingen en de daarmee gepaard gaande onzekerheden.

Inmiddels hebben sommige banken, al dan niet onder druk van toezichthouders, in de praktijk een snellere ingroei gerealiseerd dan andere en ook sneller dan het Bazels ingroeipad. Opmerkelijk is bijvoorbeeld dat banken in de VS hun balansen relatief snel aanpasten en dat de bancaire kredietverlening aan de economie ook relatief snel herstelde (grafiek 4). Onderzoek kan nu vaststellen of banken die zich sneller aanpassen per saldo meer of minder kredietkrimp doormaken.²⁶ Dit vergt veel microdata en allerlei kunstgrepen om cijfers tussen banken vergelijkbaar te maken. Maar dat moet niet afschrikken. De uitkomsten zijn belangrijk voor uitspraken over de wenselijke snelheid van toekomstige bancaire aanpassingen. Ook zijn ze relevant voor onze bankenuniepartners, die nog steeds met bancaire balansproblemen kampen.

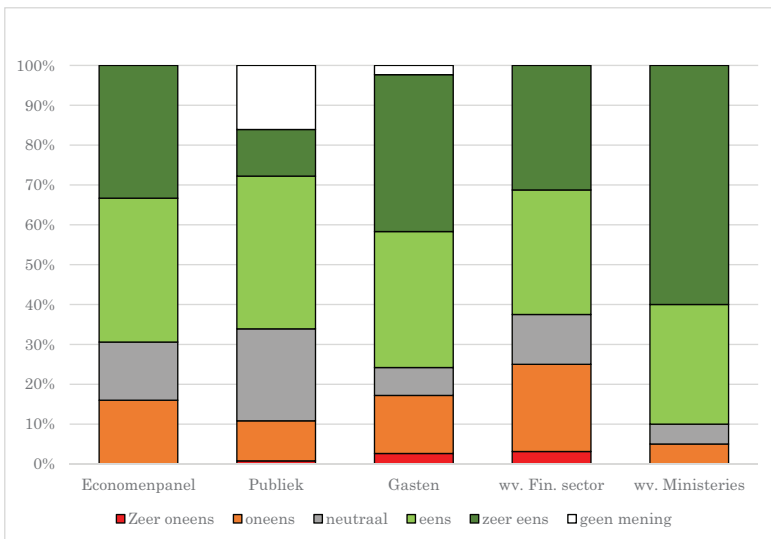
Interessant is dat de overgrote meerderheid van de wetenschappers in het Economenpanel het thans eens is met de stelling dat een snelle aanpassing van de financiële huishouding van banken te prefereren is boven een aanpak die banken meerdere jaren de tijd geeft. Dat geldt ook voor de aanwezigen bij deze oratie. Maar er zijn subtiele verschillen. Terwijl tegenstanders van een snelle aanpak zich vooral bevinden onder de aanwezigen uit de financiële sector en op de tweede plaats onder de toezichthouders, zijn die bij beleidsmedewerkers op ministeries bijna niet te vinden. Ook het grote publiek is overwegend voorstander van een snelle aanpak. In de commentaren komen spreuken over zachte heelmeeesters in allerlei varianten terug.

Grafiek 4 Amerikaanse banken herkapitaliseren sneller dan Europese



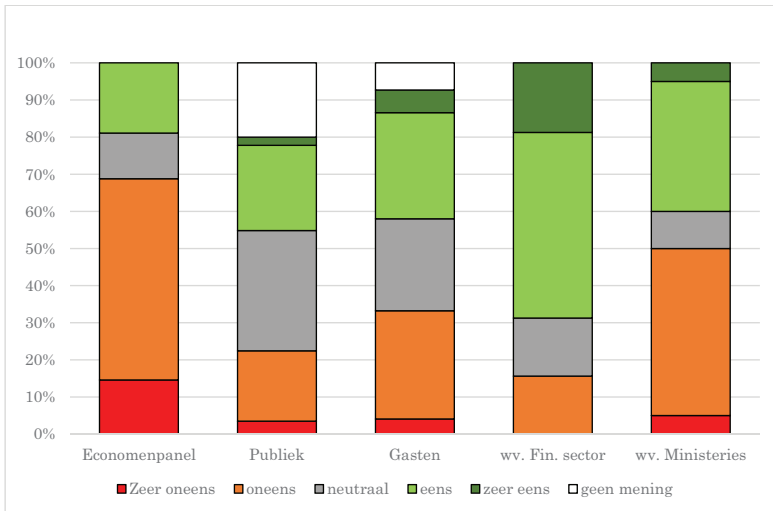
Bron: ECB, FDIC

Stelling 4: “Snelle aanpak beter dan geleidelijke aanpak”



In dit kader is het ook opvallend dat verschillend wordt gedacht over de vraag of de nu afgesproken aanscherpingen in regelgeving voldoende zijn om het Nederlandse bankwezen gezond te maken. De grote meerderheid van het Economenpanel denkt van niet. Hier is sprake van correlatie met de vraag of de betrokkenen vertrouwen hebben in de stabiliteit van het Nederlandse financiële systeem. Bij de beleidsmedewerkers op ministeries overheersen ook de twijfels. Tegelijk vindt de grote meerderheid van de aanwezigen uit de financiële sector dat de aanscherpingen voldoende zijn. De uitkomsten voor de toezichthouders liggen dichterbij die van de professionals uit de financiële sector, dan bij die van de economen of beleidsmedewerkers van de ministeries. De Nederlandse huishoudens liggen hier tussen in, met een verdeling van ongeveer 50% 50%.

Stelling 5: “Afgesproken aanscherpingen in regelgeving voldoende”

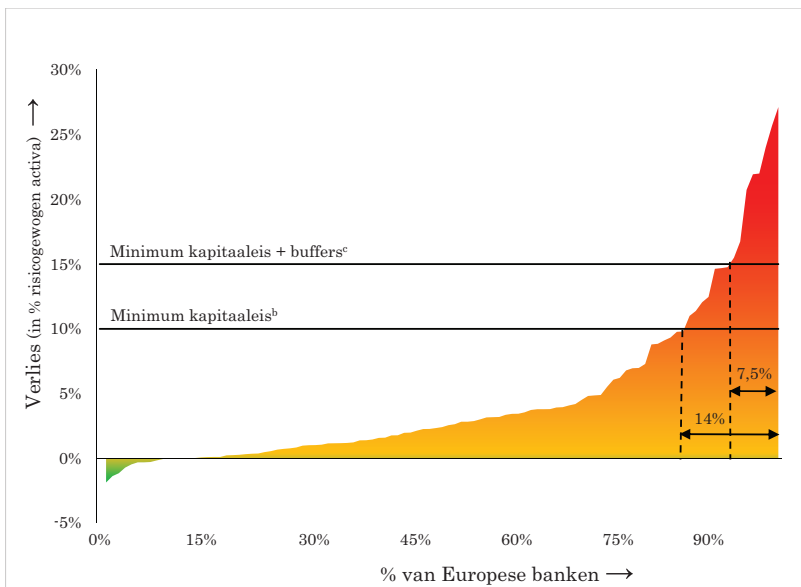


Het kernonderdeel van de aangescherpte regelgeving zijn de toegenomen kapitaaleisen. Een objectieve uitspraak of deze voldoende zijn aangescherpt is moeilijk te doen, omdat het optimale niveau van kapitaaleisen niet met precisie is vast te stellen. Dit hangt af van een veelheid aan factoren, die ook nog veranderen in de tijd, waaronder de prudentie van het bancaire risicobeleid, de risicoaversie in de samenleving, de verwevenheid van het bankwezen, het afwikkelingsgereedschap, de diepte van de kapitaalmarkt en de externe schok-

ken die de banken treffen. Maar uit systeemperspectief is wel een ruwe indicatie te geven voor de wenselijke weerbaarheid van banken. Zo kunnen de nieuwe kapitaalnormen worden afgezet tegen de bancaire verliezen in de afgelopen acht jaar (grafiek 5). Dit laat zien of banken een schok zoals de afgelopen systeemcrisis met de nieuwe kapitaaleisen zouden kunnen doorstaan.

Voor de nieuwe kapitaaleisen zijn twee minimale niveaus te geven. Het kale minimumniveau (pilaar 1 en 2) ligt op ongeveer 10% van de risicogewogen activa; inclusief buffereisen stijgt dit tot ongeveer 15% van de risicogewogen activa. Wanneer het kale 10% minimumniveau wordt vergeleken met de maximale gecumuleerde verliezen van Europese banken, blijkt dat een op de zeven banken (14%) onvoldoende kapitaal zou hebben gehad om de crisis te overleven. Inclusief buffers was dit nog altijd een op de twaalf banken (7,5%)

Grafiek 5 Verliezen van EU-banken, 2007-2015



Toelichting: Weergegeven zijn de aaneengesloten maximale gecumuleerde verliezen van alle EU-banken (107 in totaal) met een balanstotaal boven € 30 mrd (gemeten in het eerste verliesjaar) gedurende de periode 2007-2015. De minimum kapitaaleis is gesteld op 10% RWA (4,5% CET1 plus 1,5% AT1 plus 2% Tier 2 plus 2% Pilaar 2) en de bufferopslag op 5% (2,5% kapitaal conserveringsbuffer plus 2,5% voor contractcyclische buffer (0-2,5%) en systeembuffer (0-3%)).

Bron: SNL, jaarverslagen van banken

geweest. Hoewel de kapitaaleisen de afgelopen periode substantieel zijn verhoogd, ook in kwalitatieve termen, moet bij de nieuwe eisen dus nog rekening worden gehouden met solvabiliteitsproblemen bij een aantal banken in tijden van financiële neergang. Hier is een afruil met de bereidheid van autoriteiten om desnoods bancaire schuldeisers aan reddingen mee te laten betalen, maar dit brengt in een systeemcrisis nieuwe besmettingsrisico's met zich. Een andere mogelijkheid is om publieke middelen in te zetten, maar de ruimte hier toe wordt door de nieuwe regelgeving vergaand beperkt.

5 Tot slot

Ik rond af. De financiële crisis is enorm kostbaar geweest. Dit leidde vanzelfsprekend tot een roep om nieuw beleid. De voornaamste innovatie in respons op de crisis is de versterking van het systeemtoezicht en de invoering van macroprudentiële instrumenten. Deze moeten de kernfuncties van het financiële systeem beter beschermen en de uitslagen in de financiële cyclus beperken. De toenemende financialisering van de economie vergroot het belang hiervan. Er zijn aanwijzingen dat dit nieuwe beleid effectief is, maar de vormgeving van de instrumenten kan worden verbeterd en de prikkels voor tijdige beleidsmaatregelen kunnen worden vergroot. Wat dat betreft is de versterking van de financiële sector een doorlopend proces. Financieringsactiviteiten zullen verschuiven naar plekken die buiten de reikwijdte van de nieuwe instrumenten vallen. Ook bestaat het risico dat de steun voor nodige maatregelen afneemt naarmate de crisis verder in het verleden ligt.

Financiële crises zijn niet geheel uit te sluiten, zo leert ook de economische geschiedenis. Systeemrisico kan niet nul zijn in een systeem dat andere partijen in staat stelt risico's te nemen en zelf ook risico's moet dragen. Maar de ervaring leert eveneens dat langere periodes zonder financiële crisis mogelijk zijn en dat sommige landen en regio's het aanzienlijk beter doen dan andere. De uitdaging is dus om crises minder waarschijnlijk en minder ontwrichtend te maken. Een actief macroprudentieel beleid kan hieraan bijdragen. De veerkracht van het financiële systeem is een publiek goed dat steeds weer krachtige bescherming vereist. En waarvan het belang herhaaldelijk helder dient te worden uitgelegd. Vertrouwen moet je van onder af opbouwen. Ook de wetenschap kan bijdragen aan #vertrouwenonderbouwen.

6 Dankwoord

Dit brengt mij bij de UvA. Het is een fascinerende tijd om de financiële macro-economie te studeren en te doceren, en daarbij een brug te slaan tussen theorie en praktijk. Wat een genoegen dat te mogen doen aan de UvA in Amsterdam. Midden in de stad waar zo veel financiële innovaties hun oorsprong hebben, waar de eerste risicodeling door aandelenvermogen in 1606 plaatsvond, waar 's-werelds oudste aandelenbeurs met risico-overdracht is gevestigd, waar de Amsterdamse Wisselbank, de voorloper van alle centrale banken, in 1609 werd opgericht en waar de eerste termijncontracten, call opties, repo's, short selling en andere derivatentransacties plaatsvonden.²⁷ De UvA stamt van vlak voor de Tulpenmanie. Een leerstoel rond het thema systeemrisico en financieel beleid had studenten al eeuwen kunnen inspireren en ik voel mij bevoorrecht er nu op te mogen zitten.

Tot slot een woord van dank. In de eerste plaats aan de UvA voor het in mij gestelde vertrouwen. In de tweede plaats aan DNB voor de ruimte om deze leerstoel te mogen bekleden. Meer in het bijzonder zeg ik dank aan mijn bijzondere universiteitscollega's, de energieke decaan, mijn exceptionele promotor en voorganger, mijn superbe DNB-collega's, fijne familie, vele vrienden en reisgenoten. In het samen reizen ligt de bestemming besloten.

Ik heb gezegd.

Noten

1. Bezemer (2009) biedt een overzicht van een klein aantal academici dat een financiële crisis zag aankomen in individuele landen (met name in de VS, het VK, Australië en Denemarken). Het internationale karakter van de crisis was niet voorzien.
2. Dow, Johnsen en Montagnoli (2015).
3. “Citigroup chief stays bullish on buy-outs”, *Financial Times*, 9 juli 2007.
4. Borio (2014).
5. 1819, 1897, 1914, 1921 en 1939.
6. Goldgar (2007).
7. Tacitus (vertaling Wes, 1999), Boek VI, hoofdstuk 17: “Het gevolg was geldschaarste .. Het overvloedige aanbod [van grond] leidde tot lagere prijzen. Daardoor werd het, naarmate iemand meer schulden had, moeilijker voor hem om zijn grond te verkopen en werden veel mensen uit hun bezittingen verjaagd. Wie financieel geruïneerd werd raakte ook zijn positie en goede naam in één klap kwijt, totdat Tiberius met een hulprogramma kwam: via de banken stelde hij honderd miljoen sestertien ter beschikking en werd de mogelijkheid geboden om renteloze leningen af te sluiten met een looptijd van drie jaar, op voorwaarde dat de debiteur de schatkist land in onderpand kon aanbieden ter waarde van tweemaal het geleende bedrag. Dat leidde tot herstel van vertrouwen en geleidelijk aan kwamen er ook weer particuliere geldschietters.”
8. De aandacht voor het vakgebied financiële stabiliteit was voor de crisis al in opkomst, maar de vertaalslag naar beleidsuitvoering was beperkt. Vroege oproepen voor een separate rol voor macroprudentieel beleid zijn te vinden in Crockett (2000), Borio (2003) en Houben, Kakes en Schinasi (2004).
9. Deze les stond prominent in de evaluaties van de financiële crisis opgetekend door het Financial Stability Forum (2008), de Dodd-Frank commissies in de VS (2009 en 2010), de groep De Larosière (2009) in de EU, het Turner comité in het VK (FSA, 2010) en de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel onder leiding van De Wit in Nederland (2010 en 2012).
10. Borio (2009).
11. ESRB (2014a).
12. Overigens zal de ECB in de praktijk een nationale maatregel niet snel opwaarts bijstellen, omdat dit zou neerkomen op een motie van afkeuring door het centrum over een van haar onderdelen. Maar de dreiging van ECB actie kan genoeg zijn om een weifelende nationale autoriteit tijdig en voldoende krachtig in beweging te krijgen.
13. Onderzoek heeft sindsdien aangetoond dat van een gelijk speelveld amper sprake is, omdat grote instellingen impliciete subsidies genieten als gevolg van de marktverwachting dat ze altijd door de overheid zullen worden gered vanwege hun systeemrelevantie. Ueda en Weder di Mauro (2013) schatten de impliciete rentesubsidie op 60 tot 80 basispunten lagere leenkosten voor systeembanken. Volgens Haldane (2012) verdwijnen schaalvoordelen in het bankwezen bij balansen boven \$100 mrd wanneer voor deze systeemsubsidie wordt gecorrigeerd.

14. Een voorloper van de contracyclische buffer is te vinden in het dynamische voorzieningenbeleid dat Spanje sinds 2000 voert. Onder dit beleid worden hogere voorzieningen opgebouwd in tijden met relatief lage kredietverliezen; deze extra voorzieningen worden in slechte tijden vrijgegeven. Dit beleid heeft aanwijsbaar, maar onvoldoende, tegenwicht geboden aan de procycliciteit in het Spaanse bankwezen – zie Jiménez et al. (2012).
15. Een overzicht van de beschikbare macroprudentiële instrumenten voor de bancaire sector en hun toepassingswijze is te vinden in ESRB (2014b). Ook het IMF heeft richtlijnen voor het gebruik van macroprudentiële instrumenten gepubliceerd (IMF, 2014). ESRB (2016b) schetst een strategie voor de ontwikkeling van macroprudentiële instrumenten in de niet-bancaire delen van de financiële sector.
16. ESRB (2015, 2016a).
17. Galati and Moessner (2014).
18. Houben en Kakes (2013).
19. Cerutti, Claessens en Laeven (2015).
20. Cizel et al. (2016).
21. Grensoverschrijdende arbitrage is voor een brede groep landen vastgesteld door Cerutti, Claessens en Laeven (2015) en door Reinhardt en Sowerbutts (2015). Specifiek voor het VK is dit gedaan door Aiyar, Calomiris en Wieladek (2014) en, specifiek voor Nederlandse banken, door Frost, van Horen en de Haan (2016).
22. Wederzijdse erkenning is alleen geregeld voor de contracyclische buffer (tot 2½%) en enkele instrumenten (zoals de LTV-limiet in Nederland) die een sectorbrede reikwijdte hebben.
23. Tot nog toe zijn slechts drie nationale maatregelen vrijwillig door andere EU-landen erkend: Nederland en Frankrijk hebben de Belgische verhoging van risicogewichten op residentiële hypotheek van toepassing verklaard op grensoverschrijdende kredietverlening vanuit hun landen; Denemarken doet dat bij hypothecaire kredietverlening in Zweden, en zowel Denemarken als Zweden passen de systeemrisicobuffer van Estland toe.
24. De toenemende verschillen tussen nationale kredietcycli na de invoering van de euro zijn geanalyseerd in Houben en Kakes (2013) en Samarina, Zhang en Bezeemer (2015). Eerder verwachtten economen dat de euro tot convergentie in het eurogebied zou leiden (zoals Frankel en Rose, 1998); zij hielden ten onrechte geen rekening met verschillen in financiële cycli.
25. Voor de visie van de beleidsmakers zij verwezen naar MAG (2010), van de bankiers naar IIF (2010) en van academici naar Kashyap, Stein en Hanson (2010).
26. Een aanwijzing in deze richting is te vinden in een studie van Homar en Van Wijnbergen (2016), die aantonen dat bancaire herkapitalisaties met publieke middelen de duur van recessies flink verkorten.
27. Shorto (2013).

Literatuur

- Aiyar, Shekhar, Charles Calomiris and Tomasz Wieladek (2014), Does Macro-Prudential Regulation Leak? Evidence from a UK Policy Experiment, *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 181-214, 02
- Bezemer, Dirk (2009), “No One Saw This Coming” – Understanding Financial Crisis Through Accounting Models, Rijksuniversiteit Groningen
- Borio, Claudio (2003), Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?, *BIS Working Papers*, No. 128, Basel
- Borio, Claudio (2009), The macroprudential approach to regulation and supervision, *VoxEU*
- Borio, Claudio (2014), The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, *Journal of Banking & Finance*, Nr. 45, 182-198
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens and Luc Laeven, (2015), The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence, *IMF Working Paper*, WP/15/61
- Cizel, Janko, Jon Frost, Aerd Houben and Peter Wierts (2016), Effective Macroprudential Policy: Cross-Sector Substitution of Price and Quantity Measures, *IMF Working Paper*, 16/94
- Committee on the Global Financial System (CGFS), (2010), Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, BIS, *CGFS Papers*, No. 38
- Committee on the Global Financial System (CGFS), (2012), Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments, BIS, *CGFS Papers*, No. 48
- Crockett, Andrew (2000), Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability, speech held at the 11th International Conference of Banking Supervisors, Basel
- De Larosière, Jacques (2009), The high-level group on financial supervision in the EU, Brussels
- Dow, Sheila, Gudrun Johnsen and Alberto Montagnoli (2015), A Critique of Full Reserve Banking, *Sheffield Economic Research Paper*, No. 2015008
- European Systemic Risk Board, (2014a), Flagship Report on Macroprudential Policy in the Banking Sector, Frankfurt
- European Systemic Risk Board, (2014b), The ESRB Handbook on Operationalising Macroprudential Policy in the Banking Sector, Frankfurt
- European Systemic Risk Board (2015), A Review of Macroprudential Policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR, Frankfurt
- European Systemic Risk Board (2016a), A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015, Frankfurt
- European Systemic Risk Board (2016b), Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper, Frankfurt
- Financial Services Authority (2009), *The Turner Review*, London
- Financial Stability Forum (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Basel

- Frankel, Jeffrey, and Andrew Rose (1998), The endogeneity of the optimum currency area criteria, *The Economic Journal*, Nr. 108, 1009-25.
- Frost, Jon, Neeltje van Horen en Jakob de Haan (2016), International banking and cross-border effects of regulation: lessons from the Netherlands, *International Journal of Central Banking*
- Galati, Gabriele, and Richhild Moessner (2011), Macroprudential policy – a literature review, *BIS Working Papers*, Nr. 337
- Galati, Gabriele, and Richhild Moessner (2014), What do we know about the effects of macroprudential policy?, *DNB Working Papers*, Nr. 440
- Goldgar, Anne (2007), Tulipmania: Money, Honor and Knowledge in the Dutch Golden Age, *University of Chicago Press*
- Haldane, Andrew (2012), On being the right size, Speech at the Institute of Economic Affairs, 22nd Annual Series, London, 25 October
- Homar, Timotej, and Sweder van Wijnbergen (2016), Bank Recapitalization and Economic Recovery after Financial Crises, *Working Paper*.
- Houben, Aerdt (2013), Aligning Macro- and Micro-Prudential Supervision, in: Joanne Kellerman, Jakob de Haan and Femke de Vries, *Financial Supervision in the 21st Century*, Heidelberg: Springer
- Houben, Aerdt, and Jan Kakes (2013), Financial Imbalances and Macroprudential Policies in a Currency Union, *DNB Occasional Studies*, Vol. 11, Nr. 5
- Houben, Aerdt, Jan Kakes and Garry Schinasi (2004), Toward a framework for safeguarding financial stability, *IMF Working Paper*, WP/04/101.
- International Institute of Finance (2010), *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*, Washington DC
- International Monetary Fund (2011), Macroprudential Policy: An Organizing Framework, *IMF Policy Paper*, Washington DC
- International Monetary Fund (2013a), Key Aspects of Macroprudential Policy, *IMF Policy Paper*, Washington DC
- International Monetary Fund (2013b), Key Aspects of Macroprudential Policy – Background Paper, *IMF Policy Paper*, Washington DC
- International Monetary Fund (2014), Staff Guidance Note on Macroprudential Policy, Washington DC
- Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José-Luis Peydró and Jesús Saurina (2012), Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments, National Bank of Belgium, *Working Paper Research*, Nr. 231
- Kashyap, Anil, Jeremy Stein and Samuel Hanson (2011), An analysis of the impact of ‘Substantially heightened’ capital requirements on large financial institutions, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25
- Knight, Frank (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, New York: Harper
- Macroeconomic Assessment Group (2010), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, Bank for International Settlements, Basel
- Minsky, Hyman (1985), Stabilizing an unstable economy, *Yale University Press*

- Minsky, Hyman (1992), The Financial Instability Hypothesis, *Jerome Levy Institute Working Papers*
- Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (Commissie de Wit) (2010), *Verloren krediet*, Tweede Kamer der Staten Generaal
- Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (Commissie de Wit) (2012), *Verloren krediet II – De balans opgemaakt*, Tweede Kamer der Staten Generaal
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2009), This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, *Princeton University Press*
- Reinhardt, Dennis, and Rhiannon Sowerbutts (2015), Regulatory arbitrage in action: evidence from banking flows and macroprudential policy, *Bank of England Working Paper*, No. 546
- Samarina, Anna, Lu Zhang and Dirk Bezemer (2015), Mortgages and Credit Cycle Divergence in Eurozone Economies, SOM Research Reports, Vol. 15021-GEM
- Schoenmaker, Dirk, and Peter Wierdsma (2011), Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework, DSF Policy Paper, Nr. 13
- Schoenmaker, Dirk, and Peter Wierdsma (2016), Macroprudential Supervision: From Theory to Policy, *National Institute Economic Review*, Nr. 235
- Shorto, Russell (2013), Amsterdam: Geschiedenis van de meest vrijzinnige stad van de wereld, *Ambo Anthos uitgevers*
- Tacitus, Publius (1999), De Jaren van Tiberius, Annalen boek I-VI, vertaling: Marinus Wes, 's-Hertogenbosch
- Ueda, Kenichi, and Beatrice Weder di Mauro (2013), Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37